





ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)

المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة

خلال الفترة ١٠- ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ ، الموافق ٢٤- ٢٥ مايو ٢٠١٠م

بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية

إخفاق/إعسار

بعض إصدارات الصكوك : الأسباب والآثار

إعداد

إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية

تقديم : عمار عودة

مدير شعبة عمليات الخزينة و التسويات

إدارة الخزينة، البنك الإسلامي للتنمية

الرعــــــــــــــــــــاة





الخدمات المصرفية الإسلامية



الراعي الإعلامي

المحتويات

١- لمحة مختصرة عن الصكوك

١- ١ التعريف اللغوي

الصكوك مصطلح عربي وهو جمع لكلمة صك، ويعني "أداة قانونية، أو سند، أو شيك" لشهادة مالية، و في الإستعمال المعاصر الصكوك تعني "أي وثيقة تمثل عقداً أو حوالةً للحقوق، أو التزامات، محررةً بما يتفق والشريعة الإسلامية" (Sukuk. me, 2010A)، أو ما اصطُلح على أنه البديل الإسلامي للسندات التقليدية. وفي الإسلام، فإن السندات المحملة بفائدة أو عائد ثابت (الربا) غير مسموح بها نظراً لأن الإسلام يحظر الحصول على فائدة أو دفعها. ومن ثم، فقد تمت هيكلة الصكوك لتكون أوراقاً مالية متفقةً مع الشريعة الإسلامية.

ويتعلق جوهر الصكوك، في المنظور المالي الإسلامي بمفهوم صك الأصول أو توريقها، والذي يتحقق من خلال عملية إصدار الصكوك (التصكيك). ويمكن إصدار الصكوك بناءً على أصول قائمة، وكذلك على أصول محددة قد تصبح متاحةً في تاريخ مقبل.

١- ٢ هياكل الصكوك

الصكوك هي أساساً شهادات مالية مدعومة بالأصول. والصكوك، في أبسط أشكالها، شهادات تثبت ملكية أصل ما أو حق الانتفاع به. ويتمثل المبدأ الأساسي وراء الصكوك في أن حاملها له حق ملكية غير مجزّأ في أصل معين، ويكون له، من ثم، الحق في العائد الذي يدره هذا الأصل.

وتعتمد هياكل الصكوك على إنشاء أداة قانونية ذات غرض خاص (SPV)، تكتسب حق ملكية الأصل. وتقوم هذه الأداة بإصدار الصكوك، وإعلان قيمة مالية لصالح حملة الصكوك. وتمثل شهادات الصكوك هذه، على سبيل المثال، ملكية أصل ما أو الحق في إيرادات الإجارة (Sukuk. Me, 2010b). ومن ثم، فإن العائدات المقدمة إلى حملة الصكوك تأتي في شكل أرباح متحققة من البيع، أو الإجارة، أو من مجموعهما معاً، مع تحمل حملة الصكوك للمخاطر الائتمانية للمستأجر الأساسي (Sukuk. Me, 2010c).

ويمكن أن ترتكز الصكوك على أدوات المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو الاستصناع، أو الإجارة، أو ترتكز على خليط من هذه الأدوات، و ذلك ضمن ضوابط معينة لكل نوع من هذه الأصول.

٢- الوضع الحالي لسوق الصكوك

الصناعة المالية الإسلامية، والتي تقدر قيمتها بنحو تريليون دولار أمريكي، يهيمن عليها إصدار الصكوك (Valente, 2009)، والذي ينظر إليه باعتباره محركاً كبيراً

للصناعة ككل. ووفقاً لـ"Zawy Sukuk Monitor" فإن الوضع الحالي/الخصائص الحالية لسوق الصكوك، يمكن أن يلخص في البنود الواردة أدناه.

٢- ١ حجم سوق الصكوك

الحجم السوقي لإصدارات الصكوك، البالغ عددها ٧٤٧ أثناء الفترة من ديسمبر ١٩٩٦ إلى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٩، يقدر بمبلغ ١٠٦,٦ مليار دولار أمريكي. وبلغت قيمة الصكوك التي ينتهي أجل استحقاقها في سبتمبر ٢٠٠٩ ما قيمته ١٢,٦ مليار دولار أمريكي، في حين ما زالت هناك صكوكاً قيمتها ٩٤ مليار دولار أمريكي ما زالت قيد الاستحقاق. ومعظم الصكوك (٧٤٪) تقل قيمتها عن ١٠٠ مليون دولار أمريكي. وقد بلغ إجمالي مبيعات الصكوك ٥٦٤ مليون دولار أمريكي في الشهرين الأوليين لعام ٢٠١٠، مقارنةً بمبلغ ٢,٥ مليار دولار أمريكي في الربع الأول لعام ٢٠٠٩، وفقاً للبيانات المجمعة بواسطة بلومبيرغ (Cochrane, 2010). ومن المرجح أن يتراوح الإصدار العالمي للصكوك بين ١٥- ١٧ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠١٠، منخفضاً من ١٩ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩، وفقاً لإحصاء حديث لرويترز. وهذا يتضمن الإصدارات الحكومية المحتملة من فرنسا، وإندونيسيا، والأردن، وقازاقستان، وماليزيا، ومالطا، والفلبين، وكوريا الجنوبية، وتركيا، والمملكة المتحدة (Pitchford, 2010). وقد بلغت الصكوك ذروة نشاطها في عام ٢٠٠٧، عندما تم تعبئة نحو ٢٥ مليار دولار أمريكي من خلال الصكوك (Duyn, 2009).

٢- ٢ مراحل النمو

وفقاً لتقرير Zawya Collabrative Sukuk، فإن إصدار الصكوك يمكن أن يقسم إلى ثلاث مراحل تتسم بالخصائص التالية (Zawya, 2009):

- المرحلة الأولى (١٩٩٦- ٢٠٠١) –والتي لم تستحوذ إلاَّ على جزء صغير من إجمالي الإصدارات.
  - ٢٢ من إصدارات الصكوك بقيمة إجمالية ٢,٦ مليار دولار أمريكي، منها إصدارات بلغت أجل استحقاقها وقيمتها ٩٠٠ مليون دولار أمريكي.
  - تم إصدارها أساساً من دولتين: هما ماليزيا (الأغلبية) والبحرين.
  - كانت الشركات أكثر نشاطاً من الكيانات الحكومية، واستخدمت الصكوك بصفة أساسية باعتبارها أدوات تمويل محلية.
  - كان حجم الإصدار أقل من ١٠٠ مليون دولار أمريكي بالنسبة لأغلبية الصكوك، مع تجاوز أجل استحقاق كل منها لعشرة أعوام.
  - استأثر قطاع الخدمات المالية بأكبر الإصدارات من حيث القيمة في هذه الفترة.
  - حدث ابتكار محدود للمنتَج: حيث استُخدمت هياكل إسلامية محدودة لإصدار الصكوك، تمثلت أساساً في المرابحة.

- المرحلة الثانية (٢٠٠٢- ٢٠٠٧) – وهي التي استأثرت بأكبر قيمة وعدد للإصدارات نظراً لأنها تزامنت مع الارتفاعات في أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع لدول مجلس التعاون الخليجي.
  - ٤٣٠ إصداراً بلغ إجمالها ٧٢,٣ مليار دولار أمريكي، مع اصدارات مقدارها ٦١,٩ مليار دولار أمريكي (كما في سبتمبر ٢٠٠٩) ما زالت قيد الإستحقاق.
  - أصدرت ١٣ دولة إصدارات للصكوك كان معظمها من ماليزيا، ودول مجلس التعاون الخليجي.
  - هيمن الدولار الأمريكي على إصدارات الصكوك في هذه المرحلة نظراً للعدد الكبيرة من الإصدارات الدولية وأفضلية مصدري الصكوك التابعين لمجلس التعاون الخليجي في الاقتراض بعملة الدولار الأمريكي.
  - ارتفع متوسط حجم الإصدار إلى ١٦٨,٣ مليون دولار أمريكي، أي بزيادة نسبتها ٤٠٪ عن المرحلة السابقة.
  - ما زالت الشركات المساهم الأكبر في إصدارات الصكوك، بالرغم من أن الإصدارات الحكومية لم تزل نشطةً هي الأخرى.
  - استأثر القطاع العقاري والبناء بأكبر الإصدارات، والتي بلغ مجموعها ٢٠,٦ مليار دولار أمريكي، وتليه الإصدارات الحكومية.
  - شكلت صكوك المشاركة المصدر الأساسي من حيث القيمة، كما شكلت صكوك الإجارة أعلى عدد في هذه الفترة، مقارنةً بالمرابحة التي تصدّرت القيمة والعدد في المرحلة الأولى.
  - كانت الصكوك أدوات تمويل محلية بشكل أساسي، ولكن شوهد تحول طفيف صوب الإصدارات الدولية.
- المرحلة الثالثة (٢٠٠٨- سبتمبر ٢٠٠٩) – وهي التي شهدت الأزمة المالية العالمية و قضايا التوافق مع الشريعة الإسلامية، مما أدى إلى بطء واضح في سوق الإصدارات.
  - تأثر سوق الصكوك من جراء الأزمة المالية العالمية؛ حيث انخفضت قيمة الإصدارات لتصل إلى ١٥,٥ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨، ولكنها ارتدت في عام ٢٠٠٩ (كما في سبتمبر) لتبلغ ١٦,٦ مليار دولار أمريكي.
  - لم تنج جميع إصدارات الصكوك من الانكماش الاقتصادي؛ وأُعلن عن العديد من حالات إخفاقات الصكوك.
  - استأثرت سوق الصكوك الماليزية بأكبر قيمة من إصدارات الصكوك بعد الأزمة المالية، وتلتها البحرين وإندونيسيا.
  - كان الرنجت الماليزي هو عملة الإصدارات السائدة في هذه الفترة بسبب العدد الكبير من إصدارات الصكوك الصادرة عن ماليزيا.

- أفسحت الأزمة المالية المجال للكيانات الحكومية لكي تصبح أكثر نشاطاً من الشركات المصدرة للصكوك في هذه المرحلة. فقد كانت الصكوك التي أصدرتها الحكومات هي الأكبر من حيث كل من القيمة والعدد في هذه الفترة.
- حدثت زيادة تدريجيةً في مدد آجال الصكوك المصدرة، بالرغم من أن الإصدارات ذات الأجل المتوسط شكلت معظم هذه الإصدارات.
- كانت النسبة الأكبر من إصدارات الصكوك أقل من الـ ١٠٠ مليون دولار أمريكي.
- انتشر قبول هيكل الإجارة مما أدى إلى هيمنته في هذه الفترة.
- ما زالت غالبية الإصدارات محلية (من حيث العدد) في هذه المرحلة، في حين أن الإصدار من حيث القيمة ظل كما هو.

٢- ٣ المصدرون، القطاعات، والمشاركون

يتضمن مصدرو الصكوك كلاً من الجهات الحكومية، وشبه الحكومية، و الشركات.

في شهر نوفمبر ٢٠٠٩، أصدرت شركة جنرال الكتريك صكوكاً، بلغت قيمتها ٥٠٠ مليون دولار أمريكي، حيث عمدت إلى اجتذاب نوع جديد من المستثمرين في تمولها من السوق (Duyn, 2009).

وقد حظي قطاع العقارات و التشييد بالجانب الأكبر من إصدارات الصكوك، حيث بلغ ٢٦,٤ مليار دولار أمريكي، و من ثم الحكومات (٢٣,٧ مليار دولار أمريكي) وقطاع الخدمات المالية (١٥,٩ مليار دولار أمريكي) (Zawya, 2009).

ويلاحظ أن معظم المستثمرين في أسواق الصكوك هم من المؤسسات، حيث أن هناك وجوداً ضئيلاً للمستثمرين الأفراد.

٢- ٤ أماكن وعملات إصدارات الصكوك

لا شك أن صناعة الصكوك هي الآن صناعة عالمية، من حيث كل من الإصدارات و الأماكن التي يتواجد فيها مستثمرو الصكوك. غير أنه يوجد مركزان أساسيان لإصدار الصكوك، وتشريعها، وتسويقها، هما ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي. ولكل من المركزين مزايا وسجل تعامل مهم. فقد انبثق من ماليزيا ما نسبته ٤١٪ من جميع الصكوك الصادرة (بحسب العدد)، وبقيمة مقدارها ٤٨,٨ مليار دولار أمريكي (أي ما نسبته ٤٦٪ من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة). وقد انبثق من دول مجلس التعاون الخليجي ما نسبته ٢٥٪ من الصكوك الصادرة عالمياً (بحسب العدد)، وبقيمة إجمالية مقدارها ٤٨,٩ مليار دولار أمريكي (أي ما نسبته ٤٨٪ من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة).

- ماليزيا: تستأثر المنتجات الإسلامية حالياً بحصة كبيرة من سوق رأس المال الماليزي. وقد أطلقت سوق الصكوك في عام ١٩٩٦ بواسطة Cagmas Berhad – وهي شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية، التي أصدرت الإصدار الأول من الصكوك بقيمة ٥٠ مليون دولار أمريكي. وكان إصدار صكوك Cagmas هو الإصدار الوحيد الذي سجل في عام ١٩٩٦. وقد تجاوزت الإصدارات السنوية للصكوك قرابة مليار دولار أمريكي في عام ١٩٩٧، عندما أصدرت Khzanah Nasional Berhad جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا، صكوكاً قيمتها ٩٨٥,٦ مليون دولار أمريكي. و تعتبر ماليزيا رائدةً في مجال الصكوك العالمية، حيث أطلقت الإصدار الحكومي العالمي الأول للصكوك بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي ولمدة خمسة أعوام في ٢٠٠٢. وماليزيا هي المصدِر الأكبر والذي يمثل ما نسبته ٦٠٪ من الصكوك العالمية المستحقة لفترة الـ١٢ شهراً المنتهية في عام ٢٠٠٩. وفي عام ٢٠٠٦، أصدرت صكوك الخزانة القابلة للتداول (Khazanah Exchangeable Sukuk) باعتبارها الصكوك الإسلامية الأولى القابلة للتداول في العالم. كما أن أكثر من ٦٠٪ من الصكوك التي وافقت عليها لجنة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Malaysia) كانت عبارة عن مزيج من هياكل المضاربة والمشاركة والإجارة، وتغطي مجموعة متنوعة من القطاعات تتضمن البنية الأساسية و المرافق العامة، والعقارات، و التجارة، و الخدمات، و المنتجات الصناعية و الزراعة (Zawya, 2009).
- دول مجلس التعاون الخليجي: في الخليج، احتلت حكومات البحرين ودبي و الكيانات التابعة لهما مكان الصدارة في إصدار الصكوك. وقد وضع البنك المركزي للبحرين قوانين مخصصة و لوائح شاملة للصكوك. و في عام ٢٠٠١، انضمت البحرين إلى ماليزيا في سوق الصكوك، حتى أصبح البنك المركزي للبحرين هو المصدر الأول في منطقة الخليج بإصدار صكوك قيمتها ٢٥ مليون دولار. وفي دبي، كان الإصدار الأول للصكوك بواسطة إدارة الطيران المدني بمبلغ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٤، و من ثم توالت الإصدارات الكبيرة للصكوك في دبي خلال الفترة من يناير ٢٠٠٦ إلى ديسمبر ٢٠٠٧، وتضمنت ما يلي:
  - أطلقت شركة النخيل العقارية الإماراتية أكبر إصدار آنذاك – مدته ثلاثة أعوام، بقيمة ٣,٥٢ مليار دولار أمريكي كصكوك إجارة.
  - أصدرت مؤسسة موانئ دبي والمناطق الحرة، إصداراً بقيمة ٣,٥ مليار دولار أمريكي.
  - أصدرت منطقة جبل علي إصداراً بقيمة ٢ مليار دولار أمريكي.
  - أصدرت شركة DP World، إصداراً بقيمة ١,٥ مليار دولار أمريكي (Zawya, 2010).

وفي الواقع، أن عام ٢٠٠٧ كان عاماً مشهوداً بالنسبة للصكوك حيث تم إصدار ما قيمته ١٠ مليار دولار أمريكي، منها ما يقرب من ٧ مليار دولار أمريكي تمت تعبئتها بواسطة الكيانات الحكومية لدبي.

وفي الكويت، أطلقت الشركة التجارية للعقارات صكوكاً قيمتها ١٠٠ مليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٥، وتبعتها شركة استثمار إسلامية هي دار الاستثمار، التي عبأت مبلغ ١٥٠ مليون دولار أمريكي.

كما أنشأت المملكة العربية السعودية هيئة سوق المال (Capital Market Authority) في عام ٢٠٠٤، والتي قامت، بدورها، بصياغة إطار سوقي تنظيمي لأسواق رأس المال والديون. وفي عام ٢٠٠٩، أطلقت تداول سوق الصكوك و السندات كجزء من جهودها للنهوض بأسواق رأس المال السعودية. كما أن الشركات القائدة، مثل سابك، والشركة السعودية للكهرباء، والبنك السعودي الهولندي، وشركة دار الأركان للتنمية العقارية، وشركات أخرى، أصدرت صكوكاً بالفعل ويتوقع رجال الصناعة أن يستمر هذا الاتجاه بشكل مطرد في السنوات القادمة (Zawya, 2009).

وفي حين أن سوق الصكوك عالمي بطبيعته، فإن الاتجاه في عملة الإصدار ما زال يميل صوب عملات معينة. كما تأثر مستوى نشاط شتى الدول/المناطق بعملات الإصدار. وفيما يلي، في الجداول أدناه بيان بالاتجاه التاريخي على امتداد الثلاثة أعوام الأخيرة:

	من بداية العام وحتى ٢٠٠٩/٩/٣٠	٢٠٠٨	٢٠٠٧
العملات	**الحجم الإجمالي بالدولارات الأمريكي**		
رنجت ماليزي	٥١٢٩,٥	٥٠٥٤,١٦	١٣١٥١,٢٢
درهم إماراتي	٠	٥١٦٣,٥٨	٢٠٤٢,٤٨
دولار أمريكي	٤١٥٠	١٥٢٧,٥	١٣٩٣٨
ريال سعودي	٢٠٦٦,٥	١٨٧٣,١٨	٣٤٦٦,٣
ريال إندونيسي	٨٦٩,٦٣	٦٨٩,٥٦	١٢٦,٩٤
دينار بحريني	٧٢٦,٦	٣٥٠,٠٤	٥٥٦,٨٩
روبية باكستانية	٣٦٥,١	٤٣٦,٩٩	٥٠٦,٤٧

	من بداية العام وحتى ٢٠٠٩/٩/٣٠	٢٠٠٨	٢٠٠٧
العملات	**حصة كل عملة**		
رنجت ماليزي	٪٣٧,٧١	٪٣٣,٠١	٪٣٨,٥٩
درهم إماراتي	٪٠,٠٠	٪٣٣,٧٣	٪٥,٩٩
دولار أمريكي	٪٣٠,٥١	٪٩,٩٨	٪٤٠,٩٠
ريال سعودي	٪١٥,١٩	٪١٢,٢٣	٪١٠,١٧
ريال إندونيسي	٪٦,٣٩	٪٤,٥٠	٪٠,٣٧
دينار بحريني	٪٥,٣٤	٪٢,٢٩	٪١,٦٣
روبية باكستانية	٪٢,٦٨	٪٢,٨٥	٪١,٤٩

دولار بروناي دار السلام	٢٧٧,٣	٢٠٢,٨٤	٢٨٧,٢٣
دالاسي جامبي	١٦,٤١	١٢,٩٧	٠
المجموع	١٣٦٠١,٠٤	١٥٣١٠,٨٢	٣٤٠٧٥,٥٣

دولار بروناي دار السلام	٪٢,٠٤	٪١,٣٢	٪٠,٨٤
دالاسي جامبي	٪٠,١٢	٪٠,٠٨	٪٠,٠٠
المجموع	٪١٠٠,٠٠	٪١٠٠,٠	٪١٠٠,٠٠

المصدر: **Zawya, "History of Sukuk Issues", Zawya Collaborative Sukuk Report, 2009, p. 43.**

وبالرغم من أن حصة الرنجت الماليزي ما زالت في نطاق يتراوح بين ٣٠ إلى ٤٠٪، فإن حصة الدرهم الإماراتي والدولار الأمريكي تنوعت تنوعاً كبيراً، مع استئثار الإصدارات بالدرهم الإماراتي بنحو ثلث جميع الإصدارات في عام ٢٠٠٨، ومع ملاحظة أنه لم تحدث أي إصدارات في التسعة أشهر الأولى لعام ٢٠٠٩. وبالمثل فإنه في حين استأثر الدولار الأمريكي بما يزيد على ٤٠٪ من الإصدارات في عام ٢٠٠٧، وأكثر من ٣٠٪ في عام ٢٠٠٩، فإنه حاز أقل من ١٠٪ في عام ٢٠٠٨. وأما العملة التي تحظى بثاني أكبر حصة من الإصدارات، أي بما نسبته ١٠ – إلى ١٥٪ من الإصدارات فهي الريال السعودي، والذي شهد نمواً مستمراً على امتداد فترة الأعوام الثلاثة الماضية (Zawya, 2009).

٢- ٥ التسعير، التصنيف، و الإدراج

فيما يتعلق بالعائدات المدفوعة على الصكوك، فإن معظم الصكوك لديها عائدات ذات نسبة مئوية ثابتة وليس معدلات عائمة.

وقد تم تصنيف ما يقرب من نصف الصكوك المصدرة (٤٨,٧٪) مع التركيز على أهمية التصنيف الإئتماني لهذا النوع من الأوراق المالية. ويلاحظ أن هذا التصنيف هو إجباري بالنسبة لمعظم الإصدارات الصادرة من ماليزيا (Zawya, 2009).

وجدير بالذكر أن ١٠٨ فقط (١٤٪) من إجمالي إصدارات الصكوك مدرجة بأسواق الأوراق المالية. ولدى سوق الأوراق المالية الإندونيسية أكبر عدد من الصكوك المدرجة (٢٥)، في حين أن ناسداك دبي لديها أكبر قيمة للصكوك المدرجة (١٦,٥ مليار دولار أمريكي) (Zawya, 2009).

٣- إخفاق/إعسار الصكوك

منذ الإصدارات الأولى للصكوك في أواخر عام ١٩٩٦ / أوائل عام ١٩٩٧، وحتى اليوم، حدث عدد من حالات إخفاق/إعسار الصكوك، وبصفة خاصة في السنوات الأخيرة. ويسعى هذا القسم إلى توضيح ما الذي يعنيه إخفاق الصكوك ويناقش بعض الحالات الأخيرة لإخفاقات الصكوك، ويقدم بعض الأسباب الأساسية لهذه الإخفاقات.

٣- ١ تعريف إخفاق الصكوك

٣- ١- ١ من الناحية الفنية

من وجهة النظر الفنية، فإن إخفاق الصكوك يعني عموماً عدم قدرة المصدر على سداد أي من الدفعات الواجبة على الصكوك عندما يحين أجل إستحقاقها.

٣- ١- ٢ من ناحية الشريعة الإسلامية

في الوقت الراهن، لا يبدو أن هناك تعريفاً محدداً لإخفاق الصكوك من منظور الشريعة الإسلامية. و من الناحية النظرية، فإن إخفاق الصكوك ربما لا يكون وارداً مع وجود أصول مملوكة لحاملي الصكوك يتم دفع العوائد لهم من مكاسبها. غير أن الأحداث الأخيرة أثبتت خلاف ذلك. ومن ثم، فإن علماء الشريعة مدعوون لكي يؤصلوا مفهوم إخفاق/إعسار الصكوك من وجهة النظر الفقهية.

٣- ١- ٣ الممارسة السوقية الفعلية

إخفاقات الصكوك التي حدثت في السوق تضمنت إخفاق المصدر بالسداد، ومن ثم السعي لتأجيل الإلتزامات، أو القيام بإعادة هيكلتها، أو الدخول في مفاوضات أو حتى منازعات قضائية مع حاملي الصكوك.

٣- ٢ الإخفاقات الحالية للصكوك

كان هناك عدد من الصكوك المتعثرة في الأشهر الأخيرة – وهي الحالات الأولى في الصناعة. وهي مدرجة في الجدول التالي:

الاسم	المبلغ	الدولة	نوع الإصدار	القطاع
إيست كاميرون غاز (East Cameron Gas)	١٦٦ مليون دولار أمريكي	الولايات المتحدة الأمريكية	شركات	الطاقة
لاغون ستي صكوك (Lagoon City Sukuk)	٢٠٠ مليون دولار أمريكي	الكويت	شركات	عقارات
إنفستمنت دار صكوك (Investment Dar Sukuk)	١٠٠ مليون دولار أمريكي	الكويت	شركات	خدمات مالية
غولدن بيلت- ١ صكوك (Goledn Belt-1 Sukuk)	٦٥٠ مليون دولار أمريكي	البحرين (شركة سعودية)	شركات	مختلط
صكوك النخيل (Nakheel Sukuk)	٣,٥٢ مليار دولار أمريكي	الإمارات العربية المتحدة	شركات	عقارات

وفيما يلي وصف موجز لكل من هذه الصكوك:

- في أكتوبر ٢٠٠٨: شركة إيست كاميرون غاز للطاقة، والكائنة في تكساس، أصدرت صكوكاً قيمتها ١٦٦ مليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٦، وطلبت أن تعامل وفقاً للفصل ١١ للإفلاس بمقتضى قوانين الولايات المتحدة. و قد أعسرت هذه الصكوك بسبب عجز في احتياطيات النفط والغاز للشركة.
- في يناير ٢٠٠٩: أخفقت الشركة القابضة الكويتية AREPCO في سداد مدفوعات رأسمالية نسبتها ١٠٪ على لاغون سيتي صكوك (Lagoon City Sukuk)، وأرسل "إشعار بالتصفية" في مارس ٢٠٠٩، ذُكِر فيه أنه بسبب الصعوبات التي واجهت الشركة في تعبئة الأموال و تأمين تمويل بديل، فإنها تقترح خطة لإعادة هيكلة الصكوك والالتزامات المترتبة عليها.
- في مايو ٢٠٠٩: أعلنت شركة الاستثمار الكويتي، دار الاستثمار أنها أخفقت في سداد كوبون دوري لحاملي شهادات صكوكها التي تبلغ قيمتها ١٠٠ مليون دولار أمريكي.
- في نوفمبر ٢٠٠٩: أخفقت مجموعة سعد السعودية للأعمال عندما لم تقم بسداد الكوبون الثاني المستحق مرة كل سنتين و المتعلق بصكوك الحزام الذهبي (Golden Belt-1) التي تبلغ قيمتها ٦٥٠ مليون دولار أمريكي، ومقرها في البحرين. وقد بدأت مجموعة سعد تواجه صعوبات في يونيه ٢٠٠٩، عندما سعت لإعادة هيكلة ديونها بعد صعوبات في السيولة قصيرة الأجل. وبعد ذلك، أرسلت إشعارات بوقوع "أحداث تصفية" من أمين الصكوك مع وقوع مزيد من أحداث التصفية، إضافةً إلى أحداث يمكن أن تشكل انتهاكات لإتفاقيات الصكوك مثل الإجراءات القانونية المتعلقة بشركة سعد تريدينغ في إنجلترا ونيويورك.
- في نوفمبر ٢٠٠٩: طلبت شركة النخيل التابعة لدبي العالمية إيقاف الدفعات المستحقة على ثلاثة من إصدارات صكوكها المدرجة قيمتها ٥,٢٥ مليار دولار أمريكي لحين إعادة الهيكلة ("Islamic finance", 2010)، ثم تجنبت بصعوبة الإخفاق بشأن صكوك تخصها قيمتها ٤,١ مليار دولار أمريكي في أعقاب تلقيها مساعدة مالية طارئة من أبوظبي (Waki, 2010).

٣- ٣ الأسباب الأساسية لإخفاقات الصكوك

يكشف استعراض حالات الإخفاقات الفردية للصكوك عن عدد من الأسباب أو القواسم المشتركة وراء هذه الأحداث. ويمكن تصنيفها فيما يلي:

٣- ٣- ١ الأزمة المالية العالمية

انهيارات أسواق القروض العقارية و الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ التي نتجت عن ذلك شهدت تراجعاً كبيراً للاقتصاد العالمي، وانكماشاً عاماً في مختلف قطاعات الأعمال. وقد أدت أزمات الإقراض هذه إلى إخفاق عدد من البنوك الكبيرة، وخيَّم فقدان

الثقة على القطاع المالي في جميع أنحاء العالم. ويلاحظ أن آثار الأزمة، مثل الصعوبات في تعبئة التمويل، وإخفاق الدائنين، وانخفاض الطلب لدى العملاء، أدت إلى سقوط كثير من الشركات، ولاسيما تلك التي تعمل في قطاع الصيرفة والمالية، والتي تعمل في مجالات أخرى أيضاً، مثل الشركات العقارية. كما أن البنوك الخليجية والتي عانت من الخسائر بسبب تعرضها لبنوك أخرى عالمية، تحولت إلى الأسواق المحلية لتعبئة الأموال. إلا أن هذه المؤسسات المالية، والتي ضعفت نتيجةً لخسائرها وانخفاض مستويات سيولتها من جراء الأزمة، لم تكن دائماً في وضع يمكنها من دعم الموارد التي عبأتها من الأسواق المحلية من خلال الصكوك، بحيث أصبح إخفاق هذه المؤسسات أمراً لا مناص منه مع تفاقم الوضع الاقتصادي العام. ومن ثم، فإن الخسائر الواسعة النطاق فيما يتعلق بالسيولة، وفقدان ثقة المستثمرين من جراء الأزمة المالية العالمية التي وقعت بعد سبتمبر ٢٠٠٨، أثَّرت في صناعة الصيرفة الإسلامية بسبب الإعسارات والإخفاقات وإعادة هيكلة الديون (Murdch, 2009a).

٣- ٣- ٢ التركيز على قطاع العقارات

عانى قطاع العقارات أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وتأثرت سلباً نتيجةً لذلك كلٌ من الشركات العقارية والمؤسسات المالية ذات التعرض الكبير لهذا القطاع. وفي الواقع، فإن زيادة التعرض لسوق العقار أدى إلى انخفاض في جودة الأصول بشكل عام بين المؤسسات المالية في الشرق الأوسط (Azzam, 2010).

كما أن سوق الصكوك، ولاسيما في منطقة الخليج، كانت واقعة تحت هيمنة مطوري العقارات. ويرجع ذلك، ليس فقط إلى أن العقارات أصول يسهل تصكيكها، وإنما أيضاً لأنه في أعقاب انهيار أسواق الأسهم الخليجية في عام ٢٠٠٦، كان العقار من الأصول المرغوبة للاستثمار. و لذلك تم توجيه كثير من السيولة الفائضة في المنطقة صوب مشاريع التنمية العقارية. و قد أدى هذا إلى زيادة انتعاش العقارات في المنطقة، إضافةً إلى مرونة التنظيمات القانونية المتعلقة بالاستثمارات العقارية. ومن ثم، وقبل أن ينتهي الازدهار الإقليمي في التشييد في نهاية عام ٢٠٠٨، بعد بدء الأزمة وانخفاض أسعار النفط، كانت الأراضي والأصول العقارية هي الأصول المساندة لإصدارات الصكوك. وبعد ذلك، و عندما تلقى قطاع العقارات الضربة، عانت جميع الأصول المساندة لهذه الصكوك، ومن ثم، عانت من آثارها شهادات الصكوك التي كانت مدعومة بها أو التي كانت مرتبطة بها (Kasoloky, 2010).

وبالإضافة إلى ذلك، وفي أسواق الشرق الأوسط، لم يحظ القانون العقاري بتطور كاف، وبالتالي، فحتى عندما كانت الصكوك مدعومة بالأصول، لم يكن لدى المستثمرين تصور واضح في مدى حقوق ملكيتهم عملياً فيما يتعلق بهذه الأصول. كما أن

وكالات التصنيف الائتماني لم تقم بتصنيف "صكوك الشرق الأوسط" بالرجوع إلى الأصول؛ وإنّما صنَّفتها بناء على الملاءة الائتمانية للكيانات الراعية لها.

٣- ٣- ٣ المستويات العالية من التمول/الإقتراض بسبب انخفاض أسعار التمويل

نظراً لأن تسعير الصكوك يرتبط من الناحية العملية ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة، فإن معدلات التمويل الخاصة بالصكوك انخفضت هي أيضاً مع الانخفاض العام في أسعار الفائدة، مما دفع الشركات لتعبئة مزيد من الموارد المالية من الأسواق رغم افتقارها في بعض الأحيان إلى القدرة على توظيف هذه الموارد في مشاريع و أعمال ذات جدوى إقتصادية واضحة. كما أن هذا قد اقترن بقدر من الإهمال من طرف المستثمرين في بذل الجهد والتدقيق الواجب في دراسة الشركات المتمولة و أعمالها.

٣- ٣- ٤ افتقار سوق الصكوك إلى الكفاءة المطلوبة

في أعقاب انهيار أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠٠٦م، ظل هناك عدد قليل من فئات الأصول الجاذبة للمستثمرين. وبدت الصكوك في حينها من أكثرها جاذبية، بما لها من خصائص تتمثل في الدخل الثابت شبه المضمون، والمخاطر المحدودة، وقابلية التداول. وعليه فقد أقبل المستثمرون على استثمار أموالهم فيها بفضل هيكلها الإسلامي، و الأصول الداعمة لها.

وقد حدث كل هذا الإقبال الكبير على الإستثمار في الصكوك رغم عدم تطور السوق من النواحي التنظيمية و القانونية و الإشرافية. كما أن حداثة سوق الصكوك و نموها السريع وجاذبيتها للمستثمرين الباحثين عن فرص آمنة متوافقة مع الشريعة الإسلامية لم تعط فرصة كافية للسلطات الحكومية المشرفة على النشاطات المالية من إدراك خطورة التأثير السلبي على المستثمرين في حالة إخفاق هذه الصكوك أو وجود تضليل أو تساهل من قبل الشركات المصدرة للصكوك تجاه المستثمرين.

٤- آثار إخفاقات الصكوك

إن الإخفاقات الأخيرة للصكوك ستترك أثرها على الصناعة المالية الإسلامية ككل، وعلى المبادئ الشرعية المرعية / المطبقة التي تحكمها. كما أن افتراض أن المنتجات المالية الإسلامية هي أكثر أماناً من المنتجات التقليدية بسبب كونها مدعومة بأصول محددة أمر أصبح ينظر إليه الآن بكثير من الشك و خاصة عندما تحاول هذه المنتجات محاكاة المنتجات التقليدية. و تورد الفقرات التالية بعض الآثار المترتبة على إخفاق بعض إصدارات الصكوك.

٤- ١ الصكوك المدعومة بأصول مقابل الصكوك المرتبطة بأصول

في مواجهة إعسار بعض مُصدري الصكوك، وإعادة الهيكلة المقترحة لبعض الصكوك، يجري اختبار هياكل الصكوك على أرض الواقع لأول مرة. وقد أصبح من

الواضح على نحو متزايد أن عدداً محدوداً من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول. كما أن السوق أصبحت تفرق عملياً بين الصكوك المدعومة بأصول و الصكوك المرتبطة بأصول.

ورغم أن الشريعة الإسلامية تشترط أن يكون للمستثمرين في الصكوك حقوق في أصول الصكوك – بمعنى أن هذه الصكوك ينبغي أن تباع لهم وينبغي أن تُحوِّل الشركة المصدِرة للصكوك ملكية الأصول لهم – إلا أننا نجد أن هياكل الصكوك في يومنا هذا تقوم في معظمها على الإرتباط الشكلي بالأصول دون وجود دليل على بيع حقيقي إلى حملة الصكوك. و كنتيجة عملية لذلك، لا يكون للمستثمرين في الصكوك المرتبطة بأصول حقوق ذات أولوية أو حقوق امتياز على أصول الصكوك. بل أن الأصول ذات الصلة تعود للمصدر الأصلي للصكوك الذي أصبح مفلساً. ومن وجهة النظر القانونية، تكون لمطالبات مستثمري الصكوك نفس مستوى الأولوية للدائنين التقليديين.

٤- ٢ طبيعة الاتفاقيات القانونية

تميل الاتفاقيات القانونية الخاصة بالصكوك عموماً إلى أن تكون معقدة نوعاً ما و كثيرة التشابك و ذلك لأنها في كثير من الأحيان تحاول التوفيق بين المتطلبات الشرعية من جهة و بين المتطلبات القانونية من جهة اخرى و التي تعتبر الصكوك عموماً نوعاً من أدوات التمويل ذات العائد المحدد. و لذلك، فإن معظم اصدارات الصكوك تبدو متوافقة مع معايير هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الشكل لا من حيث المضمون (Moody’s, 2009).

ولم يكن هناك فيما مضى حاجة للتقاضي بشأن إصدارات الصكوك، وعليه فإن الإطار القانوني للصكوك لم يكن محل اختبار. بيد أن حالات الإخفاق في السداد، وإعادة هيكلة، أدت إلى احتدام الجدل حول الطبيعة القانونية الحقيقية للصكوك. وقد أثارت حالات الإعسار في سوق الصكوك أسئلة ملحة حول كيفية تسوية منازعات الصكوك، والكيفية التي يتم بها معاملة حملة الصكوك بالمقارنة مع حملة الديون التقليدية في عمليات إعادة الهيكلة أو الإفلاس.

٤- ٣ الأحداث التي تلت إخفاقات الصكوك على أرض الواقع

من الناحية النظرية، عندما تكون الصكوك موافقة للشريعة يكون حملة الصكوك عندئذ هم مالكو الأصول التي تقوم عليها هذه الصكوك، ويكون لهم الحق في الحصول على تدفقاتها النقدية، ويكون من شأن إخفاق المصدر أن يكون لحملة الصكوك الحصول على الأصول و استخدامها في سداد المبالغ المستحقة لهم. إلا انه في الواقع الفعلي، فإن حالات الإخفاق التي منيت بها بعض الصكوك في الآونة الأخيرة شهدت شروع مصدري الصكوك في عمليات إعادة الهيكلة، و دخول حملة الصكوك في اتفاقيات تجميد الوضع، مع بحث المصدرين عن وسائل أخرى للوفاء بالدفعات المطلوبة،

دون أي يمارس حملة الصكوك كما هو مفترض حقوق ملكيتهم في الأصول الداعمة لصكوكهم.

و هذا في الحقيقة يجعلنا نتساءل مرة اخرى عن الحقيقة الجوهرية للصكوك و هياكلها.

٤- ٤ فقدان الثقة

لقد كان ينظر للصكوك على أنها أدوات متوافقة مع الشريعة و لها إمكانات هائلة لتعبئة الموارد من السوق للقيام باستثمارات مجدية تحقق عائداً للمستثمرين و تساهم في التنمية الاقتصادية للدول الإسلامية. و لقد كانت الصكوك هي احد الخيارات المهمة للمستثمرين نظراً لما تتسم به من دخل مستقر ومخاطر محدودة. لذلك كله، سجلت سوق الصكوك نمواً مطرداً واعتبر إصدار الصكوك وسيلة مهمة يمكن أن تقوم الحكومات أو الشركات من خلالها بتعبئة الأموال من المستثمرين على نحو موافق للشريعة، ومن ثم يجري استخدام هذه الأموال لتمويل مشاريع تنموية كبيرة في المجالات الإقتصادية المختلفة. بيد أن حالات التعثر التي منيت بها الصكوك في الآونة الأخيرة زعزعت ثقة المستثمرين في هذه المنطلقات النظرية و أثارت كثيراً من الجدل حول آلية الصكوك و مدى ملاءمتها لتكون أدوات تمويل فاعلة للتنمية الاقتصادية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

٤- ٥ الخسائر المالية والمستثمرون المتأثرون بها

مع أنه من الصعب حالياً تحديد حجم الخسائر المالية الفعلية الناجمة عن حالات اخفاقات الصكوك في الآونة الأخيرة نظراً لأن الأطراف المعنية لا تزال تُعْطَى الوقت اللازم للقيام بالدفع في أعقاب إعادة الهيكلة، ونقل الاستثمار إلى مؤسسة أخرى وغيرها من الأمور، إلا أنه من الواضح أن القيمة المحتملة للخسائر تظل مرتفعة نظراً إلى كبر حجم سوق الصكوك..

ولحسن الحظ، فلقد كان معظم مستثمري الصكوك من المؤسسات لا من الأفراد و بالتالي يتوقع ان يكون لخسائر إخفاقات الصكوك تأثيراً محدوداً على هذه المؤسسات. إلا أنه نظراً لجاذبية الصكوك كأداة من أدوات الدخل المحدد و المتوافقة مع الشريعة، فإنه يتوقع زيادة عدد الأفراد المستثمرين بها بشكل مطرد خاصة و أن عدداً متزايداً من المؤسسات المالية قد شرع في طرح صناديق استثمار بالصكوك. و بالتالي يجب التفكير بشكل جدي من جانب الصناعة المالية الإسلامية في إعطاء حماية اكبر لمستثمري الصكوك و خاصة الأفراد منهم و الذين قد يستثمرون قدراً كبيراً من مدخراتهم المالية التي تعبوا في جمعها زمناً طويلاً في سوق منتجات الصكوك.

٥- الدروس المستفادة و التوصيات

فيما يلي نعرض بعضاً من الدروس المستفادة و المقترحات التي نرى أنها مهمة جداً لتطور سوق الصكوك و الحفاظ على النمو و المصداقية للصناعة المالية الإسلامية ككل.

٥- ١ تصورات الفقهاء و اللجان الشرعية مقابل تصورات السوق

ينظر الفقهاء إلى الصكوك بوصفها أدوات مالية تحقق دخلاً ناتجاً من أصول حقيقية تدعم إصداراتها، في حين ينظر السوق فعلياً إلى الصكوك على أنها أدوات ديون تحقق دخلاً ثابتاً يعتمد بشكل أساسي على التصنيف الإئتماني الممنوح لمصدر الصكوك.

ويلاحظ هنا أن هياكل الصكوك عموماً تتيح المجال لتعزيز طابع الدخل الثابت بدلاً من الطابع الشرعي المقصود منها. و نلفت النظر هنا إلى أنه عندما تتأزم الأمور وتثور مسألة التوافق مع الشريعة، فإن مستثمري الصكوك يعتبرون أن اللجان الشرعية هي التي تكون مسؤولة عن الأمر في نهاية المطاف.

لذا نوصي هنا أن تولي اللجان الشرعية اهتماماً مضاعفاً بهياكل الصكوك و أن يتم التأكد من الهيكلة "الحقيقية" وليس "الصورية" التي يقوم عليها إصدار الصكوك. كما نوصي أيضاً أن يكون هناك حد أدنى للإتفاق الفقهي حول الضوابط الأساسية لتكون إصدارات الصكوك موافقة للشريعة و ذلك حتى لا تتخذ الإختلافات الفقهية الطبيعية ذريعة لإعتماد هياكل تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.

٥- ٢ ضرورة التأصيل الفقهي لإخفاقات/إعسار الصكوك

لقد تبين من الواقع العملي أن صناعة الصكوك ليس لديها مفهوم محدد و منضبط لماهية إخفاق/ إعسار الصكوك من الناحية الفقهية البحتة. كما أن هناك كثيراً من الخلاف و الجدل حول المعنى الفقهي لإخفاقات الصكوك و ذلك بالنظر إلى أن حملة الصكوك هم في النهاية مالكو الأصول المدعومة بها إصدارات الصكوك.

لذلك ندعو الفقهاء و اللجان الشرعية أن يراجعوا مفهوم إخفاق/ إعسار الصكوك و أن يتم تأصيله من الناحية الفقهية و تحديد ضوابط محددة لإخفاق أو إعسار الصكوك بهياكلها المتعددة تكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية. كما نوصي أن تتم دراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق أو الإعسار.

٥- ٣ مبادئ الشريعة مقابل الإتفاقيات القانونية

من المهم أن تعبر الاتفاقيات و الوثائق القانونية لإصدارات الصكوك تعبيراً واضحاً و دقيقاً عن مبادئ الشريعة و ضوابط اللجان الشرعية مع المحافظة على روح المبادئ الشرعية في المعاملات الإسلامية و ليس ظواهرها فقط. و بالحقيقة فإنه إذا لم تلتزم الهياكل المالية للصكوك وما يتصل بها من اتفاقيات بروح الشريعة، عندئذ يصبح المستثمرون الباحثون عن استثمارات موافقة للشريعة عرضةً للتضليل و الإستغلال.

و في هذا المجال نوصي أن تقوم الدول الإسلامية بإصدار تشريعات قانونية واضحة و محددة لإصدارات الصكوك تتبنى فيها روح المبادئ الشرعية و مقاصدها و ذلك حتى يكون هناك توافق بين هذه المبادئ الشرعية من جهة و التشريعات القانونية من جهة أخرى. كما نوصي ان تتبنى هذه التشريعات ضوابط حازمة لحماية حاملي الصكوك و الحيلولة دون استخدام أدوات الصكوك الإسلامية لتمويل شركات أو كيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين و تضيع مدخراتهم.

٥- ٤ الإشراف و الرقابة من السلطات المختصة

لا يمكن لأي سوق أن تعمل بكفاءة دون وجود قواعد تنظيمية واضحة تضعها الأجهزة المختصة في الدولة. و كغيرها من الأسواق، تحتاج سوق الصكوك إلى قواعد وتنظيمات واضحة كما تحتاج إلى مستوى رفيع من الإشراف الفاعل من قبل الأجهزة المختصة في الدولة لدعم نموها و تطورها.

لذا نوصي الأجهزة المختصة في الدول الإسلامية و غيرها من الدول التي تسمح بإصدار الصكوك في أسواقها المالية أن تحدد هيئات رسمية حكومية تشرف على إصدارات الصكوك و تراقب النشاطات المختلفة و العمليات المالية في أسواق الصكوك.

٥- ٥ الآثار المتوقعة على الصناعة المالية الإسلامية

ثمة سؤال ينبغي للصناعة المالية الإسلامية ككل أن تواجهه بقدر كبير من الشفافية و محاسبة النفس و هو ما إذا كانت هذه الصناعة تهدف لتكرار الأدوات المالية التقليدية أم أنها تسعى فعلاً لتطوير أدوات مالية تعكس "روح" الشريعة و مقاصدها. إن علينا أن نعترف أن الصناعة المالية الإسلامية اليوم تركز في معظمها على محاكاة الأدوات التقليدية عبر الجمع بين سلسلة معقدة من عمليات البيع و الشراء و إطلاق أسماء عربية عليها.

ولذلك فإننا نعتبر أن أزمة إخفاقات الصكوك هي بمثابة قرع للجرس لنا جميعاً و نرجو أن تستغل الصناعة المالية الإسلامية بمختلف كياناتها هذه الأزمة للرجوع خطوة إلى الوراء و إجراء بحوث معمقة و دراسات مستفيضة لما تم إنجازه حتى الآن و ما تم الإخفاق فيه و ذلك حتى نتعلم من أخطاءنا قبل أن يفوت الأوان و نفقد ثقة مجتمعاتنا التي ظلت وفية و داعمة لنا حتى في أحلك الأوقات.

٥- ٦ خلاصة التوصيات

٥- ٦- ١ أن تولي اللجان الشرعية اهتماماً مضاعفاً بهياكل الصكوك و أن يتم التأكد من الهيكلة "الحقيقية" وليس "الصورية" التي يقوم عليها إصدار الصكوك. كما نوصي أيضاً أن يكون هناك حد أدنى للإتفاق الفقهي حول الضوابط الأساسية لتكون إصدارات الصكوك موافقة للشريعة و ذلك حتى لا تتخذ الإختلافات الفقهية الطبيعية ذريعة لإعتماد هياكل تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.

٥- ٦- ٢ ندعو الفقهاء و اللجان الشرعية أن يراجعوا مفهوم إخفاق/ إعسار الصكوك و أن يتم تأصيله من الناحية الفقهية و تحديد ضوابط محددة لإخفاق أو إعسار الصكوك بهياكلها المتعددة تكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية. كما نوصي أن تتم دراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق أو الإعسار.

٥- ٦- ٣ أن تقوم الدول الإسلامية بإصدار تشريعات قانونية واضحة و محددة لإصدارات الصكوك تتبنى فيها روح المبادئ الشرعية و مقاصدها و ذلك حتى يكون هناك توافق بين هذه المبادئ الشرعية من جهة و التشريعات القانونية من جهة أخرى. كما نوصي أن تتبنى هذه التشريعات ضوابط حازمة لحماية حاملي الصكوك و الحيلولة دون استخدام أدوات الصكوك الإسلامية لتمويل شركات أو كيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين و تضيع مدخراتهم.

٥- ٦- ٤ نوصي الأجهزة المختصة في الدول الإسلامية و غيرها من الدول التي تسمح بإصدار الصكوك في أسواقها المالية أن تحدد هيئات رسمية حكومية تشرف على إصدارات الصكوك و تراقب النشاطات المختلفة و العمليات المالية في أسواق الصكوك.

٥- ٦- ٥ نرجو أن تستغل الصناعة المالية الإسلامية بمختلف كياناتها هذه الأزمة للرجوع خطوة إلى الوراء و إجراء بحوث معمقة و دراسات مستفيضة لما تم إنجازه حتى الآن و ما تم الإخفاق فيه و ذلك حتى نتعلم من أخطاءنا قبل أن يفوت الأوان و نفقد ثقة مجتمعاتنا التي ظلت وفية و داعمة لنا حتى في أحلك الأوقات.

٦- الخاتمة

تعد الصناعة المالية الإسلامية حديثة العهد وصغيرة الحجم نسبياً إذا ما قارناها بالصناعة المالية العالمية. كما تعتبر الصكوك أدوات جديدة نسبياً يتم استحداثها في الأسواق المالية اليوم، و تشكل إخفاقاتها تجربة جديدة أيضاً.

و إننا نأمل أن يكون هذا البحث المتواضع قد لفت الإنتباه إلى أهمية هذا الموضوع و ضرورة إيلائه مزيداً من الدراسة و التحليل المعمق.

و أخيرا نأمل أن تكون الإستنتاجات و التوصيات التي توصل لها هذا البحث محل عناية و اهتمام مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية و كياناتها المختلفة.

٧- شكر و تقدير

أود أن أتقدم بالشكر الجزيل و التقدير الخالص لزملائي في البنك الإسلامي للتنمية الذين ساهموا معي في العمل على هذا البحث و إعداده. و يسرني أن اخص بالشكر كلاً من:

الأخ/ حسن دميرهان، المدير المكلف بإدارة الخزينة في البنك

الأخت/ زليخة بيراني، من إدارة الخزينة في البنك

الأخ/عوض الروبي، من أمانة البنك

و ذلك لمساندتهم لي و جهودهم المتميزة في إعداد هذا البحث.

و صلى الله و سلم على نبينا محمد و على آله و صحبه أجمعين و الحمد لله رب العالمين.

٨- المراجع

- Azzam, Henry. "Gulf needs to navigate bumpy economic road". Financial Times. 25 March 2010. 29 March 2010. <http://www.ft.com/cms/s/0/4cc959d2-37af-11df-88c6-00144feabdc0.html>
- Cochrane, Laura. "Islamic Debt to Stay 'Weaker' Amid Failings, Deutsche Bank Says". Bloomberg. 23 February 2010. 29 March 2010.

  <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apjMmz0J7sco>
- Duyn, Aline van. "Short View: Sukuk bonds". Financial Times. 2 December 2009. 29 March 2010.

  <http://www.ft.com/cms/s/0/9454728c-df71-11de-98ca-00144feab49a.html>
- Harnischfeger, Uta. "Islamic finance hurt by its day in UK court". The National. 21 March 2010. 24 March 2010. < http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/ 20100321/BUSINESS/703209950/1137>
- "Islamic Finance needs clearer rules: expert". Reuters. 16 February 2010. 29 March 2010.
- Kasolowsky, Raissa. "Islamic finance needs new assets beyond property". Reuters. 18 February 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H3J120100218>
- Murdoch, Gillian (a). "Q+A – Structural risks – how safe are Sukuk?" Reuters. 5 November 2009. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSKLR28939220091105?loomia_ow=t0:s0:a49:g43:r1:c1.000000:b29071840:z0>
- Murdoch, Gillian (b). "Timeline – Defaults: Islamic finance in unchartered territory". Reuters. 8 November 2009. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSL825189220091108>
- Parasie, Nicolas. "Gulf Sukuk growth needs stronger capital markets". Reuters. 17 February 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61G1S220100217>
- Parker, Mushtaq. "Shariah governance in Islamic finance industry". Arab News. 22 March 2010. 24 March 2010. <http://www.zawya.com/story.cfm/sidZAWYA20100322032705/?query=Sukuk>
- Pasha, Shaheen (a). "Dubai woes scapegoat Islamic finance: experts". Reuters. 17 February 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H4G720100218>

- Pasha, Shaheen (b). “Islamic finance needs regulation: experts”. Reuters. 18 February 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H3AT20100218>
- Pasha, Shaheen (c). “Sharia boards face scrutiny amid crisis”. Reuters. 11 March 2010. 29 March 2010.

  <http://www.reuters.com/article/idUSLDE62A0J420100311>
- Pitchford, Ruth. “Factbox – Planned sovereign Sukuk issues”. Reuters. 23 March 2010. 29 March 2010.

  <http://www.reuters.com/article/idUSLDE62F0UB20100323>
- Sukuk.me (a). “What is Sukuk?” Sukuk.me. No date. 24 March 2010. <http://www.Sukuk.me/news/articles/73/What-is-Sukuk-.html>
- Sukuk.me (b). “Overview of Sukuk.” Sukuk.me. No date. 24 March 2010. <http://www.Sukuk.me/news/articles/73/An-overview-of-Sukuk.html>
- Sukuk.me (c). “Model of a classical Sukuk structure.” Sukuk.me. No date. 24 March 2010.

  <http://www.Sukuk.me/news/articles/73/Model-of-a-classic-Sukuk-structure.html>
- Uppal, Rachna. “Could Dubai debacle boost Islamic wealth management?” Reuters. 19 February 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61I2JQ20100219>
- Valente, Cecilia. “Islamic finance growth seen 10-20 pct in 3yrs-study”. Reuters. 15 October 2009. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSLF70613620091015>
- Valente, Cecilia and Richter, Frederik. “Islamic bond problems herald due-diligence era”. Reuters. 26 November 2009. 29 March 2010.

  <http://www.reuters.com/article/idUSTRE5AP33L20091126?loomia_ow=t0:s0:a49:g43:r1:c1.000000:b30318758:z0>
- Waki, Natsuko. “Davos – Islamic finance “safe” billing is myth: Qatar regulator”. Reuters. 27 January 2010. 29 March 2010. <http://www.reuters.com/article/idUSLDE60Q2P420100127>
- Wigglesworth, Robin. “Sukuk: Defaults destabilize a reviving market”. Financial Times. 7 December 2009. 29 March 2010. <http://www.ft.com/cms/s/0/90e4c3d6-e2be-11de-b028-00144feab49a.html>
- **“Zawya Collaborative Sukuk Report”. Zawya.com. 2009. <www.zawya.com>** □